مكانة سوق الأوراق المالية ضمن نظام الحوكمة
" دراسة مقارنة للنموذج الأمريكي وبعض الدول العربية "

The position of the stock market within the system of governance

"A comparative study of the American model and some Arab countries"

تاريخ الاستلام:2017/11/23 تاريخ قبول النشر:2018/01/07

د.عبد القادر شارف* د. علال بن ثابت**

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة الاغواط- الجزائر

الملخص

يهدف البحث إلى دراسة تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، بالنظر إلى تجربة بعض الدول العربية ومقارنتها بتجربة الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها نموذج أساسي لاقتصاد السوق المالية وتطبيقات الحوكمة.

وتبرز أهمية هذا البحث من خلال ما يلاحظ من إقبال عدد كبير من الدول النامية على غرار الدول المتقدمة على تفعيل وتطوير أسواق الأوراق المالية ، والذي من شأنه أن يزيد الدور المنوط لتلك الأسواق، كمصدر هام للتمويل من جهة، ومن جهة أخرى كوسيلة مراقبة للمؤسسات ومسيريها وكآلية لضمان تحقيق هدف زيادة ثروة المساهمين وتعظيم قيمة المؤسسة وحماية أصحاب المصالح من الفساد وسوء التسيير وبالتالي تفعيل نظام الحوكمة.

و تبرز أهمية هذه الدراسة كذلك في كونها تعالج موضوع حوكمة المؤسسات والتي تجري حوله العديد من النقاشات على مستوى المؤسسات الدولية والدول المتقدمة ومدى تطبيقه في الدول النامية، وربطه بالدور المتزايد لأسواق الأوراق المالية التي سعت كل دولة، بما فيها الدول النامية، على إنشائها وتطويرها وإدراج أكبر قدر من المؤسسات فيها والحرص على إضفاء صفة الكفاءة عليها.

الكلمات المفتاحية:حوكمة المؤسسات، نظام الحوكمة، سوق الأوراق المالية، الولايات المتحدة الأمريكية، دول عربية.

Abstract :

This paper aims to study the stock market effects on corporate governance system in some Arab countries and compare them to the United States as a financial market economy model with effective governance applications.

* e-mail : charefaek@yahoo.fr **e-mail : all_benth@yahoo.fr

The importance of this study stems from the fact that significant number of developing along with developed countries lunched several measures in order to improve and develop security markets so that to increase the role of these markets as the main financing source on one hand, and as a mean to oversight institutions and their managers to ensure the achievement of increasing shareholder wealth, maximizing enterprise value, and protecting stakeholders from corruption on the other hand. In another word how to improve the governance system through security market mechanism.

The paper deals as well with the subject of corporate governance which was the corner stone of many discussions at the international organization level and among developed countries as to what extent it would be possible to apply corporate governance procedures in developing countries. Moreover, relating the growing role of security markets which were established and developed to include as much as possible of companies, and to ensure that markets are efficient.

Keys words: Corporate governance, Governance system, Stock market, USA, Arab countries.

مقدمة:

تشهد الساحة العالمية اهتماما متزايدا بأهمية الحوكمة في المؤسسات، ومتابعتها ومراقبة نتائجها وضمان وجود ضوابط وتشريعات تضمن حقوق المساهمين وباقي الأطراف ومنع التلاعب والفساد وسوء التسيير، والذي يقود للأداء الناجح للمؤسسة، الأمر الذي يسمح بتبديد قلق المستثمرين وبعث الثقة في المناخ الاستثماري.

وتعاظم الاهتمام بهذا المفهوم أكثر في عديد الاقتصاديات المتقدمة والنامية خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدها عدد من الدول في أمريكيا اللاتينية وشرق آسيا وفي روسيا، وتعدد حالات الفشل المالية التي منيت بها مؤسسات عالمية كبرى، كل هذا دفع لإيلاء مزيد من الدراسة لمعايير الإفصاح والمعايير المحاسبية الحصيفة والرقابة الشفافة وإيجاد مجالس إدارة مسئولة... والتي تصب كلها في ذلك المفهوم. والافتقاد إلى مثل هذه الإجراءات، حتى بالنسبة للاقتصاديات القوية، تجعل الأمور تنهار بسرعة كبيرة بمجرد ضياع ثقة المستثمرين.

ولتطبيق نظام فعال للحوكمة لا بد من وجود، من جهة بعض الآليات الداخلية التي تتوفر في المؤسسات ذاتها، ومن جهة أخرى آليات خارجية، يمكن أن تحتل فيها سوق الأوراق المالية مكانة هامة لتعزيز قواعد وممارسات الحوكمة وحماية مصالح المساهمين وكل الأطراف المشاركة في المؤسسة.

مشكلة الدراسة:

ومما سبق يتعين على الدول العربية أن تقوم هي كذلك ، من جهة بتطوير أسواقها للأوراق المالية وهذا في مواجهة المنافسة الكبيرة من اجل الحصول على رأس المال والاستثمار، ومن جهة أخرى القيام بإصلاحات لتطوير نظم الحوكمة ومراقبة المؤسسات وهنا تبرز مكانة سوق الأوراق المالية ، ليس مكانتها التمويلية فقط، وإنما كآلية لمراقبة المؤسسات في إطار مفاهيم الحوكمة، وهذا ما يلاحظ وجوده في العديد من الدول، أهمها ما يحدث في السوق المالية الأمريكية.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة للوصول إلى النقاط التالية:

1. محاولة تسليط الضوء على جوانب تتعلق بحوكمة المؤسسات، وعلاقتها بالتمويل عن طريق سوق الأوراق المالية؛
2. محاولة تبيان الدور الذي يمكن أن تلعبه سوق الأوراق المالية في التأثير على نظام حوكمة المؤسسات؛
3. محاولة الوقوف على واقع حوكمة المؤسسات وسوق الأوراق المالية في بعض الدول العربية مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية.

أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة في كونها تعالج موضوع حوكمة المؤسسات والتي تجري حوله العديد من النقاشات على مستوى المؤسسات الدولية والدول المتقدمة ومدى تطبيقه في الدول النامية، وربطه بالدور المتزايد لأسواق الأوراق المالية التي سعت كل دولة، بما فيها الدول النامية، على إنشائها وتطويرها وإدراج أكبر قدر من المؤسسات فيها والحرص على إضفاء صفة الكفاءة عليها

منهج الدراسة:

تم الاعتماد في بعض جوانب الدراسة على المنهج الوصفي في تناول الإطار النظري لحوكمة المؤسسات، وفي جوانب أخرى استخدم المنهج التحليلي عند دراسة أثر سوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة، وعند مقارنة تجربة الولايات المتحدة الأمريكية مع بعض الدول العربية، كما تم

الاستعانة ببعض الأدوات المنهجية كالإحصاءات وقواعد البيانات المتاحة في الانترنيت، وأسلوب المسح المكتبي في بناء الإطار النظري ومراجعة الدراسات السابقة.

هيكل الدراسة:

تم تقسيم البحث إلى أربعة محاور أساسية، المحور الأول يتطرق لمدخل لنظام حوكمة المؤسسات، والحور الثاني يعالج مختلف التأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة، أما المحور الثالث فيدرس النموذج الأمريكي في مجال تأثير السوق على نظام الحوكمة، والمحور الأخير والرابع فكان حول دراسة تجارب بعض الدول العربية.

1. مفاهيم حول حوكمة المؤسسات

تعتبر حوكمة المؤسسات أحد المفاهيم التي حظيت ولا تزال تحظى باهتمام واسع ومتزايد في السنوات الأخيرة في مجالات الإدارة والمالية والمحاسبة والقانون...الخ. لما لها من جوانب عديدة تؤثر على حياة المؤسسة وتسييرها، نحاول في هذه النقطة تبيان مفهومها ونشأتها ومكوناتها.

1.1.مفهومها: شأنها في ذلك شأن المصطلحات الجديدة، لم يتم الاتفاق على مفهوم واحد لمصطلح حوكمة المؤسسات، فهناك من يعتبر أن حوكمة المؤسسات" هي الأنظمة والعمليات المطبقة لتوجيه ومراقبة المنظمات، والتي تهدف إلى زيادة أدائها وتحقيق قيمة مستمرة للمساهمين "[1].

ويعتبر Elain sternberg أن الحوكمة "هي الطرق التي تضمن بأن تكون أعمال المؤسسات مسيرة لهدف خدمة مصالح المساهمين"[2].

وهناك من الكتاب من كان أكثر دقة تحديدا، فينظر Gérard charreaux للحوكمة "على أنها مجموعة الآليات التنظيمية التي من شانها الحد والتأثير على قرارات المسيرين"[3].

في حين يعتبر كل من Howard Gospel & Andrew pendelton أن مفهوم الحوكمة يتمحور حول العلاقة بين ثلاث عوامل: المساهمين لرأس المال، الإدارة والعمل. والتي تحاول مناقشة إشكالية من يمتلك ويسيطر على المؤسسة؟، وفي أي مصلحة تسير المؤسسة؟، ما هي مختلف الطرق المباشرة وغير المباشرة التي تنفد بها عمليات الرقابة عليها؟[4].

أما منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية فترى أن "حوكمة المؤسسات تتضمن مجموعة العلاقات بين إدارة المؤسسة ومجلس إدارتها والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، وهي بذلك توفر الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف المؤسسة ووسائل بلوغ تلك الأهداف ومتابعة النتائج"[5].

وقد ذهب البعض إلى أن حوكمة المؤسسات تعني نظام التوجيه والتحكم والرقابة على نشاط مؤسسات المساهمة مبني على تنظيم عملية اتخاذ القرارات في تلك المؤسسات وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين الأطراف الرئيسية وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكل خاص ومختلف الأطراف بشكل عام[6].

2.1. مكونات نظام الحوكمة:

يتكون نظام الحوكمة من عناصر متعددة، يمكن تجميعها في ثلاث مكونات أساسية، أو ما يسمى بنموذج " SPC " Paradigme : هياكل " S " **Structures**، إجراءات " P " Procédures، وسلوكيات *Comportements "C"*[7].

1.2.1. **هياكل الحوكمة:** ويقصد بها مجموع الهيئات والمؤسسات المشرفة على تطبيق فعال للحوكمة. وهذه الهياكل هي متنوعة ومختلفة، فمنها ما هو خاص بالمؤسسة المعنية: الجمعية العامة، مجلس الإدارة، مختلف اللجان المكونة لها (لجان المرجعة، لجان التعيينات...)، ومنها ما هو خارج عن المؤسسة تربطها معها علاقات تعاقدية: مراجع حسابات، وكالات التصنيف والتقييم، ومؤسسات المصلحة العامة كهيئات الضبط.

2.2.1. **إجراءات الحوكمة:** يقصد بها التنظيمات والتشريعات التي تنظم كيفية نشر والإفصاح عن المعلومات كالمخطط المحاسبي أو القانون التجاري، أو تلك التي تبين كيفية دخول المؤسسة إلى البورصة وإجراءات التسعير والإصدار ...الخ.

يعتبر تشكيلة هياكل – إجراءات المحتوى المؤسساتي المنظم لحوكمة المؤسسات.

3.2.1. **سلوكيات الحوكمة:** وهو الذي يمثل الجانب البشري لحوكمة المؤسسات، حيث يتضمن تصرفات مختلف الأعوان الطبيعيين والمعنويين المشكلين للجانب المؤسساتي (هياكل – إجراءات). فبدون تحلي هؤلاء الأعوان بالسلوك السوي البعيد عن الفساد والتلاعب وسوء الأخلاق، والانضباط بمختلف القوانين والإجراءات، لا يمكن لنظام الحوكمة أن يسير كما ينبغي.

ويشير Roland PÉREZ أن نظام الحوكمة ما هو إلا حلقة من حلاقات نظام وإدارة المؤسسات، والذي يتكون من ثلاث مستويات أساسية مبينة كما يلي:

شكل رقم (01): مستويات نظام الحوكمة في المؤسسة

المستوى الأول

إدارة المؤسسات من قبل مسيريها

المستوى الثاني

الحوكمة أو "إدارة الإدارة Management du management " من قبل سلطات خاصة لكل مؤسسة (مثلا مجلس الإدارة أو الجمعية العامة)

المستوى الثالث

الضبط Régulation أو " إدارة الحوكمة Management de la gouvernance " من قبل هيئات متخصصة:

- منظمات مهنية؛
- السلطات الإدارية؛
- السلطات القضائية.

المستوى الرابع

حوكمة هيئات الضبط أو " حوكمة الحوكمة gouvernance de la gouvernance " عن طريق:

- المناهج السياسية من قوانين وتشريعات؛
- المناهج القضائية من محاكم ومجالس قضائية.

المستوى الخامس

الحوكمة الفوقية " Méta gouvernance " : من قبل المبادئ الأساسية المتعلقة بتنظيم الحياة الجماعية للمجتمع:

- فعلى مستوى الدولة نجد الدساتير؛
- على المستوى الدولي نجد المعاهدات والمواثيق الدولية.

Source : Roland PEREZ, **" La gouvernance des entreprises** "in sciences humaines, Hors série N° 44,2004.P:29.

ويبين الشكل السابق أن نظام إدارة المؤسسات محتوى ضمنيا في نظام الحوكمة والضبط. فنظام الحوكمة يعتبر الدرجة الثانية من نظام إدارة المؤسسات، فبعد إدارة المؤسسة من قبل مسيريها، تأتي إدارة المؤسسة من قبل نظام الحوكمة، ولهذا يطلق على الحوكمة بإدارة الإدارة. ثم تأتي بعد ذلك مهمة هيئات الضبط كدرجة ثالثة، وفيها تمارس الحوكمة عن طريق هيئات ومؤسسات متخصصة بتنظيم وتوجيه المؤسسات، وهذا المستوى يطلق عليه بإدارة الحوكمة.

وفي المستوى الرابع توجه هيئات الضبط لتتوافق وتتطابق مع القوانين والتنظيمات والإجراءات التشريعية وهذا المستوى يسمى بحوكمة الحوكمة.
وأخيرا المستوى الخامس يتعلق بالمبادئ والأعراف الأساسية التي تحكم سير الحياة، ويكون ذلك غالبا عن طريق الدستور أو المجلس الدستوري في الدولة الواحدة، أو المعاهدات والاتفاقيات الدولية وقوانين حقوق الإنسان على الصعيد العالمي. وهذا المستوى يخرج من نطاق المؤسسات للدخول في نطاق الفلسفة السياسية أو ما يسمى بـ Méta gouvernance

3.1. أنواع نظم حوكمة المؤسسات:

مما سبق يمكن أن نصف نموذج الحوكمة بأنه ذلك النظام الذي يشمل مجموعة من الخصائص البيئية والسياسية والاقتصادية والاجتماعية والقانونية والمؤسسية على مستوى الدولة الواحدة أو مجموعة من الدول المتشابهة والتي تؤثر على آليات حل التعارض بين مختلف الأطراف. وللتمييز بين نظام معين لحوكمة المؤسسات وآخر، ينبغي إسقاطه على الخصائص التالية[8]:

- المفهوم السائد للمؤسسة؛
- نظام اختيار وتعيين أعضاء مجلس الإدارة؛
- قدرة أصحاب المصالح على ممارسة التأثير على عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة؛
- أهمية أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد القومي؛
- أهمية السوق فيما يتعلق بقضية الحوكمة في المؤسسة (العرض والطلب والمنافسة)؛
- هيكل الملكية للمؤسسة ومدى تشتته من تركزه؛
- مدى الربط بين أداء المؤسسة وما يحصل عليه المسيرين من أجور وحوافز؛
- الأفق الزمني للعلاقات الاقتصادية.

وبتطبيق تلك الخصائص، بمكن التمييز بين النظامين التاليين للحوكمة[9]:

1.3.1. نظام موجه بالسوق Le système oriente marché: يتميز هذا النظام بتشتت هيكل الملكية بين عدد كبير من صغار المساهمين، ووجود عدد كبير من المؤسسات مدرجة أوراقها في البورصة، أما الاعتماد على الوساطة المالية البنكية فيكون بصورة محدودة، ويتسم هذا النظام كذلك بوجود سوق جد واسعة وكبيرة للسيولة، ووجود عدد قليل من المؤسسات تشرف على رقابة مؤسسات أخرى أو ما يسمى بـ Les holding de contrôle.
ويعتمد هذا النظام في غالبيته على بعض الآليات الخارجية لمراقبة المسيرين:

- الدور العقابي الذي تلعبه الأسواق (أسواق الاندماج العدواني، أسواق المسيرين، أسواق الأوراق المالية...الخ)؛
- الحماية القانونية القوية للمستثمرين يكون غالبا بتطبيق قواعد القانون العام؛
- خطط للتحفيز مبنية على كفاءة المسيرين بناءا على أداء المؤسسات؛
- قوة مجلس الإدارة في الرقابة على المسيرين؛

يمكن تسمية هذا النظام بعدة تسميات أخرى: نظام الخارجيين système outsider، نظام المساهمين système shareholders، النظام الانجلو-سكسوني système anglo-saxon.

2.3.1. نظام موجه بالشبكة Le système oriente réseau: والذي يتميز بكبار الملاك وتركز هيكل الملكية وملكية العائلات والبنوك الفاعلة. وتلعب البنوك في هذا النظام دورا محوريا في مجموعات مؤسسات متكاملة، تشكل شبكة فيما بينها متكاملة أفقيا وعموديا. ويتسم هذا النظام بنسب مديونية بنكية مرتفعة وبضعف نشاط الأسواق. كما أن القانون المطبق لحماية المستثمرين هو غالبا القانون المدني. وهو نظام يعتمد على الآليات الداخلية المتمثلة أساسا في مجالس الإدارة وكبار الملاك ممثلين في البنوك والمؤسسات والذي يسيطرون على مجالس الإدارة. يسمى هذا النظام كذلك نظام الداخليين système insider، النظام الألماني-الياباني système germano-nippon.

ونشير كذلك إلى أن بعض الدول تعتمد على نظام وسيط بين النظامين السابقين كما هو حال فرنسا مثلا وبعض الدول الأوربية.

ويمكن تصنيف أنظمة الحوكمة بشكل أكثر دقة إلى النماذج الأربعة التالية[10]:

- **النموذج البورصي Le modèle boursier:** وهو النموذج الذي تضبطه السوق المالية، ويعتبر النموذج التقليدي. وقد تم تناوله في نظرية الوكالة. والمسيرون في هذا النظام مراقبون من خلال السوق التي تستجيب لي تصرفات منهم. وفي هذا النموذج يتم الاعتماد على بعض الآليات: مؤشرات توليد القيمة، العرض العمومي للشراء *OPA*، العرض العمومي للتداول *OPE*.
- **النموذج متعدد الأطراف Le modèle partenarial** : والذي يعتمد في تنظيمه على أصحاب المصالح في المؤسسة، وفي هذا النموذج لا يتم التركيز على خدمة مصالح المساهمين فقط، وإنما تعتبر مصالح مختلف الأطراف هي الأساس. ويستند هذا النموذج على نظرية الوكالة ولكن بمفهوم واسع، إذ لا تعتبر العلاقة بين مسيرين-

مساهمين فقط، ولكن العلاقة تمتد إلى مختلف الأطراف باعتبارهم وكلاء في المؤسسة.

- **النموذج المسير إداريا Le modèle administré**: والذي تنظمه السلطات العمومية، وهو يختلف جذريا عن النموذجين السابقين، حيث أن الدولة وهيئاتها هي التي تقوم بضبط وتنظيم المصلحة العامة، أما الأفراد والمؤسسات الخاصة فلا يمثلون سوى مصلحتهم الخاصة. ويعتمد هذا النظام على تشريعات وتنظيمات وقوانين الدولة، وهو ما يتواجد غالبا في النظام المركزي الذي تكون فيه الملكية العامة للدولة هي السائدة.
- **النموذج الشبكي Le modèle réticulaire**: والذي يتم ضبطه من خلال مجموعة شبكات العلاقات الشخصية والاجتماعية، وبالرغم من أن النموذج هو الأقل تناولا لكنه يعتبر الأكثر أقدمية وانتشارا في العالم، وهو يعتمد على اندماج النشاطات الاقتصادية في المجتمع، فكل عقد من أنواع العقود الاقتصادية (بيع-شراء، إقراض-اقتراض ...) لا يمكن فصلها عن العلاقات الاجتماعية التي تحيط بها، فعنصر السمعة والثقة لازمين لضبط هذه العلاقات في المجتمع.

2. تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة

لسوق الأوراق المالية عدة أدوار وتأثيرات على نظام الحوكمة في المؤسسات، نحاول دراسة جانب منها في هذه النقطة، من خلال التأثيرات التالية:

1.2. دور هيئات تنظيم السوق المالية في حوكمة الشركات:

تلعب هيئات تنظيم السوق المالية في جميع أنحاء العالم دورا بارزا في حوكمة المؤسسات من خلال قيامها بتوفير البيئة المناسبة لغرس بذور الثقة عند المستثمرين في السوق المالية والتأكد من قيام المؤسسات المدرجة في السوق بدورها المنوط لها به، حيث تعتبر تلك الهيئات هي الجهة المنظمة للسوق والمسئولة عن تأمين سوق تتسم بالشفافية والأمان للمستثمرين. تتولى هذه الهيئات مهمة ضمان[11]:

- قانونية التعاملات، بحيث لا تسمح لأي طرف تحقيق أرباح غير عادية على حساب الأطراف الأخرى؛
- شفافية، نزاهة واستقرار أسواق رؤوس الأموال، والتي تعتبر عناصر هامة لتعزيز الثقة لدى المستثمرين؛
- كفاءة السوق، التي تؤدي إلى تشجيع المنافسة والابتكار في السوق.

ولتحقيق تلك الأهداف، يجب أن تمتلك هيئات السوق سلطة تنظيمية وسلطة رقابية وفي بعض الأحيان سلطة عقابية. كما يمكن أن تقوم بإصدار عدد من التعليمات والتوجيهات، والتي يمكن ان تساعد في أداء الوظائف التالية[12]:

- تسليم الاعتماد في السوق للمؤسسات ؛
- تحديد قواعد العمل في السوق ؛
- الإشراف على المؤسسات حسب القوانين والمعايير الاحترازية؛
- الإشراف على جودة المعلومات التي يتلقاها المستثمرين من قبل المؤسسات التي تقوم بعرض أوراقها المالية؛
- الإشراف على التنظيم الجيد للسوق؛
- وقاية السوق، وفي بعض الأحيان معاقبة التجاوزات والأنشطة غير القانونية كالغش في المعلومات أو التلاعب في الأسعار أو الاستثمار بأموال غير شرعية.

ووجود مثل تلك الهيئات من شأنه أن يؤسس لسوق الأوراق المالية جيد تؤدي إلى انضباط المتعاملين بإرسال إشارات الأسعار بسرعة وتمكين المستثمرين من تصفية استثماراتهم بسرعة ودون أن يتحملوا تكاليف كبيرة، وهذا بدوره يؤثر على قيمة أسهم المؤسسة وقدرتها على الوصول إلى المال. وتحتاج سوق الأوراق المالية الجيدة إلى ما يلي[13]:

- قوانين تحكم إصدار الأوراق المالية لحقوق ملكية وديون المؤسسة والاتجار فيها، وتحدد مسؤوليات والتزامات مصدري الأوراق المالية والوسطاء (السماسرة وشركات المحاسبة ومستشاري الاستثمار) على أساس من الشفافية والنزاهة. وهناك أهمية خاصة للقوانين واللوائح التي تحكم صناديق المعاشات وتسمح بإنشاء صناديق استثمار تعاوني برؤوس أموال مفتوحة.
- شروط إدراج المؤسسات في قوائم سوق الأوراق المالية على أساس معايير مشددة للشفافية والإفصاح، ومن المفيد، في هذا الصدد، وضع سجلات مستقلة للأسهم.
- قوانين لحماية حقوق الأقلية من المساهمين كتلك التي نصت عليها مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي للتنمية حول حوكمة المؤسسات.
- جهاز حكومي مزود بعدد من المشرعين المستقلين المؤهلين، وتخويلهم سلطة تنظيم عمليات الأوراق المالية للمؤسسات وإنقاذ قوانين الأوراق المالية.

2.2. كفاءة سوق الأوراق المالية و تعزيز الإفصاح والشفافية

يعتبر موضوع كفاءة السوق المالية من المواضيع التي لقيت اهتمام كبيرا ومتزايدا، لما له من تأثير على النشاط وديناميكية السوق، نحاول في هذا المبحث تبيان كيف يمكن لكفاءة السوق أن تصبح وسيلة لمراقبة المؤسسات وتحسين نظام الحوكمة فيها من خلال التركيز على الإفصاح عن المعلومات ودرجة شفافيتها.

والسوق الكفاءة هي التي تنعكس فيها المعلومات المفصح عنها من قبل المؤسسة بصدق على أسعار الأوراق المالية. فيرى الباحث أن هذا الخاصية تعتبر من آليات مراقبة المسيرين وانضباطيتهم، فيسعى المسيرون في غالب الأحيان إلى محاولة تبيان كفاءتهم وأدائهم من خلال حرصهم على أن تكون أسعار أوراق المؤسسة التي يديرونها مرتفعة ومستقرة، ولا يتأتى ذلك إلا بالإفصاح عن كل المعلومات الضرورية التي يحتاج إليها المستثمرين، وإلا فإن السوق، والتي تتمتع بالكفاءة المطلوبة، ستقوم بمعاقبتهم عن طريق انخفاض الأسعار. كما أن الكفاءة التشغيلية للسوق تستدعي أن تلزم المؤسسات بالإفصاح التام عن كل المعلومات وبشفافية.

يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المبادئ والأركان الرئيسية التي تقوم عليها حوكمة المؤسسات، لذا لم يخلو أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة أو دراسة علمية من التأكيد على دور الإفصاح والشفافية في تعزيز نظام الحوكمة خاصة وأنهما من الأساليب الفعالة لتحقيق مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة ويمثلان أحد المؤشرات الهامة للحكم علي تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل المؤسسات.

والإفصاح المحاسبي هو إتباع سياسة الوضع الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، و يعد الإفصاح من أهم المبادئ الرئيسة لأعداد القوائم المالية، مما يعني أن تشتمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها، على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمؤسسة لتجنب تضليل الأطراف أصحاب المصلحة. فهو أداة محاسبية يهتم بتوصيل المعلومات لمستخدميها، وفقا لقوائم مالية تحوي جميع المعلومات المعدة وفقا لمبادئ المحاسبة المقبولة والتي تعمل على تقليل حالة عدم التأكد ومن ثم اتخاذ قرارات سليمة وواضحة وغير مضللة[14].

والمفهوم السابق يبين أن الإفصاح يتمحور حول المكونين التاليين : المكون الأول: هي المعلومات حيث يجب أن تتضمن القوائم والتقارير المحاسبية المعلومات الضرورية أو الكافية والصحيحة والحقيقية وغير المضللة. المكون الثاني هم مستخدمو المعلومات الذين يتفرعوا إلى مستخدمين داخلين ومستخدمين خارجيين، فالمستخدم الداخلي يتمثل بإدارة المؤسسة حيث يتم توصيل المعلومات إليه من خلال التقارير بسهولة ناجمة عن الاتصال المباشر بين المحاسب والإدارة. أما

المستخدم الخارجي فيتمثل بأطراف عديدة ذات مصالح متباينة كالمستثمرين والمقرضين والمحللين الماليين والجهات الحكومية... الخ، ويقتضي إيصال المعلومات إلى هذه الفئات إعداد القوائم المالية الأساسية التي ينص عليها النظام المحاسبي.

وتلزم سوق الأوراق المالية المؤسسات بالإفصاح العادل أو الشفافية في إعداد التقارير المالية، إذ مطلوب من مسيري المؤسسات، إن أرادوا تسعير عادل بناء على فرضية السوق الكفء ، تقديم تقارير مالية ذات محتوى معلوماتي مناسب، تتوفر فيها الصفات الرئيسة التالية[15]:

أ- الملائمة: والملائمة هي قدرة المعلومات المحاسبية على تغيير قرار مستخدم المعلومات والتأثير عليه. وبكلمات أخرى، هي قدرة المعلومات لإيجاد فرق في اتخاذ القرار. ويندرج تحت هذه الصفة القدرة التنبؤية وقيمة التغذية العكسية والتوقيت الجيد أو المناسب. ويمكن كذلك أن تتحقق الملائمة إذا كانت المعلومات تساعد متخذ القرار على الإدراك والفهم للبدائل المتاحة من خلال ما توفره للتنبؤ والتوقع والتأكد من صحة هذه التنبؤات والتوقعات، وذلك في الوقت المناسب، شريطة أن تكون ذات منفعة، بحيث تكون الفائدة منها اكبر من تكلفة الحصول عليها.

ب – الموثوقية: أي مدى خلو المعلومات المحاسبية من الخطأ والتحيز إلى حد منطقي ومعقول، ولكي تكون المعلومات المحاسبية بها ويمكن الاعتماد عليها فإنها يجب أن تمتلك عدة صفات هي: قابلية الصحة والتحقق، التمثيل أو العرض الصادق، الحياد. ومن أجل إعطاء المصداقية والموثوقية بالمعلومات المحاسبية، فإن إدارة المؤسسة تستخدم المعلومات التي يجمعها ويلخصها ويضعها المحاسب في القوائم المالية كأساس لاتخاذ القرارات ورسم السياسات، وأن المؤسسات المالية والمساهمين والمستثمرين والدوائر الحكومية، تعتمد على هذه البيانات والقوائم المالية إذا ما تم إعدادها لأعراف ومبادئ معترف بها ومقبولة من قبل العاملين بمهنة المحاسبة. ولكي تكتسب المعلومات المحاسبية خاصية المصداقية يجب أن تتسم بصدق التعبير في المضمون أو الجوهر وليس مجرد الشكل، وتحقيق ذلك يتطلب ضرورة التحديد الواضح لمفاهيم الظواهر أو الأحداث المقدمة عنها القوائم المالية حتى يتسنى للمستخدمين أن يتفهموا طبيعة ما تعبر عنه المعلومات المفصح عنها وهذا لزيادة درجة الشفافية.

ج- قابلية المقارنة: وتعني إمكانية مقارنة المعلومات الخاصة بمؤسسة معينة مع معلومات مؤسسات أخرى، و كذلك إمكانية مقارنة هذه المعلومات مع معلومات مشابهه لنفس المؤسسة لفترات زمنية مختلفة من أجل تحديد اتجاهات القوائم المالية والتغيرات التي تطرأ عليها وهذا يتطلب إعداد التقارير المالية على أساس ثابت من حيث التصنيف والمعالجات المحاسبية، من فترة إلى أخرى، وهو ما يطلق عليه الثبات، أي استخدام نفس المعالجات المحاسبية من فترة

لأخرى ولنفس الظروف، وبمعنى آخر أن المؤسسة تستخدم نفس المعايير المحاسبية في السنة الحالية كما كانت مطبقة في الفترة السابقة.

د- الأهمية النسبية: وتعني إظهار جميع البنود ذات الأهمية النسبية بشكل منفصل، وتعتبر المعلومات ذات أهمية في حال إن حذفت تؤدي إلى التغيير أو التأثير في قرار مستخدمها، كما وتعتبر المعلومات ذات أهمية نسبية إذا كان الإفصاح عنها أو عدمه له تأثير على قرار مستخدمي المعلومات، وإذا كان تضمينها في القوائم المالية أو حذفها أو تصحيحها في ظل الظروف المحيطة من حيث حجمها ونوعيتها وتوقيتها بشكل يحتمل أن يؤثر أو يغير الحكم الشخصي للمستثمر العقلاني الذي يعتمد على هذه المعلومات.

فعلى مسيري المؤسسة أن يزودوا السوق المالية، وفقا لمتطلبات قاعدة الإفصاح العادل من منظور حوكمة المؤسسات، ببنود الإفصاح التالية[16]:

أ. الإفصاح عن المعلومات العامة: والتي تتضمن: اسم المؤسسة وشكلها القانوني، خلفية مختصرة عن تاريخ المؤسسة، عرض مختصر لأهداف المؤسسة وتوقعاتها المستقبلية، وصف للممتلكات الرئيسية من حيث المواقع والوظائف والحجم، وصف للمنتجات أو الخدمات الرئيسية، أنشطة البحوث والتطوير، وصف للعمالة من حيث عددهم وأنواعهم والعقود المبرمة معهم والمزايا التي يحصلون عليها.

ب. الإفصاح عن المعلومات بإدارة المؤسسة: حيث تشمل: أعضاء مجلس إدارة المؤسسة، من حيث الأسماء والوظائف والخبرات والمرتبات والحوافز ومدى ارتباطها بالأرباح، المسيرين التنفيذيين من حيث الأسماء والوظائف والخبرات والمرتبات والحوافز ومدى ارتباطها بالأرباح والمسؤوليات، معلومات عن المتعاملين الرئيسيين مع مجلس الإدارة من مديري المكاتب والسكرتارية والأمن.

ج. الإفصاح عن المعلومات التي تخص هيكل التمويل: وهي أساسا: معلومات عامة عن رأس المال، الاحتياطيات تفصيلا مع أسباب تكوينها، الأرباح المحتجزة، معلومات عن التغيرات في حقوق الملكية في السنوات الأخيرة، معلومات عن القروض والمديونية من حيث حجم القروض من البنوك ونسبتها إلى إجمالي الأصول ومجموع الديون الأخرى.

د. الإفصاح عن المعلومات المالية: وتشمل على: ملخص تاريخي للبيانات المالية الأساسية (تطور حجم الأصول، الإيرادات، المصاريف ، الأرباح، التدفقات النقدية ...)، معلومات عن الميزانية، معلومات عن جدول حسابات النتائج، قائمة التغير في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية، السياسات المحاسبية والإيضاحات المتممة (أسس القياس المستخدمة، الفروض

الأساسية، التقديرات في حالة عدم التأكد...) ، معلومات دورية تشمل تقدير قوائم مرحلية بانتظام، توزيعات الأرباح، معلومات عن الاستثمار في المؤسسة.

هـ. الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بمعاملات أصحاب المصالح: وتشمل: نوعية أصحاب المصالح (شركات قابضة، مؤسسات تابعة، مؤسسات شقيقة، مشاريع مشتركة، أفراد العائلة المقربين...)، معلومات عن معاملات الأطراف ذوي العلاقة (شراء أو بيع الممتلكات والأصول، ترتيبات الوكالة، عقود الإيجار، تمويل البحوث والتطوير، عقود الترخيص، التمويل ...)، الإفصاح عن حوافز ومنافع أفراد الإدارة الأساسيين (وتشمل الحوافز قصيرة الأجل والمنافع بعد التقاعد والمنافع في حقوق الملكية...).

و. الإفصاح عن التطورات الحديثة والمتوقعة: وتشمل: معلومات عامة عن اتجاه أعمال المؤسسة منذ آخر تاريخ للقوائم المالية، معلومات أخرى يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، عرض العوامل الرئيسية التي سوف تؤثر على نتائج العام القدم من توقعات مالية وتجارية.

ز. معلومات وإيضاحات أخرى: من بينها: معلومات عن كل الدعاوي والقضايا المنظورة أمام القضاء والتي من المحتمل أن يكون لها تأثير على الموقف المالي للمؤسسة، عرضا لشكل وتأثير الظروف التي يتوقع أن تؤدي إلى تغير في رأس مال المؤسسة أو إعادة التنظيم، مزيدا من المعلومات والتفاصيل الإضافية والتي تقدم في القوائم المالية بطريقة ملائمة.

3-2: تأثير المستثمرين المؤسساتيين

كثيرة هي الأدبيات التي تكلمت عن تأثير المستثمرين المؤسساتيين باعتبارهم أحد الآليات القوية لمراقبة المؤسسة ومسيريها وتأثيرهم على نظام حوكمة المؤسسات وكيفية مراقبتها وتوجيهها نحو طرق محددة للتسيير واتخاذ القرارات، هذا باعتبار أن هؤلاء المتعاملون يعتبرون من بين المساهمين المسيطرين على تلك المؤسسات فهمهم هو الحرص على أمان وسلامة رؤوس أموالهم.

إذ بظهور المستثمرين المؤسسيين كأهم المتعاملين في السوق المالية، وأهم المؤثرين في طرق تسيير المؤسسات وفي نجاعتها أصبح الكثير من الكتاب يتكلم عن ما يسمى بفعالية التأثير لدى المستثمرين المؤسساتيين L'activisme des investisseurs institutionnels ويمكن تعريفها على النحو التالي[17]:

يعرفها Hervé بأنها: " هي بمفهومها الواسع تحركات وسلوك يقوم به المستثمر بسبب عدم رضاه عن إستراتيجية أو نجاعة المؤسسة التي يعتبر فيها مساهما ". وعلى هذا الأساس يبين هذا

الكاتب أن نزعة التأثير لدى المستثمرين المؤسسيين ليست هي اتصال مع المؤسسة وإنما هي إشارة يصدرها ضد المؤسسة لعدم قبوله بنظام الحوكمة المتبع من قبلها.

أما Crête و Rousseau فيعرفانها على أنها في الغالب تستعمل لوصف النشاطات الأكثر وضوحا لبعض المساهمين الذين يهدفون إلى تغيير سلوك المسيرين وطريقة تسيير المؤسسة". وعند Caby تأخذ العلاقات الموجودة بين المستثمرين المؤسسيين والمؤسسة شكلين أساسيين: تفاوضي و نزاعي. الشكل التفاوضي يمر من خلال مفاوضات تتمحور على تطوير حوكمة المؤسسة المعنية. أما الشكل النزاعي، والذي نكون فيه بصدد فعالية التغيير التطرفية، فيتكون من خلال اقتراح الحلول على الجمعية العامة للمساهمين دون الرجوع إلى المسيرين لفشل المفاوضات معهم مسبقا . وكذلك Hervé يقترح مرة أخرى مفهوما أكثر دقة من المفهوم السابق، إذ يعتبر أن فعالية التغيير التطرفية للمساهمين، تظهر من خلال تشجيع هؤلاء المؤسسة على تغيير إستراتيجيتها بواسطة الحصول على تفويض من بعض المساهمين في ممارسة حق التصويت. كما توجد كذلك رؤية أكثر تحديدا لـ Smith الذي يرى أن فعالية التأثير التطرفية للمساهمين هي محاولة إحداث تغيير في هيكل الرقابة التنظيمية على المؤسسة التي تفرض من خلال المستثمرين المؤسساتيين الذين يدركون أن المؤسسة لا تسهر على تحقيق هدف تعظيم ثروتهم .

وبصفة عامة، نقول فعالية التأثير لدى المستثمرين المؤسساتيين إنما تنجم من خلال عدم رضاهم على أداء المؤسسة، وبالتالي السعي لإحداث تعديل على نظام الحوكمة المتبع من قبلها.

وكما أشرنا سابقا أن الحوكمة هي مجموع الآليات التنظيمية التي من شانها الحد والتأثير على قرارات المسيرين، والتحكم في توجهاتهم وتبين مجال صلاحياتهم. وهي تقوم أساسا على نظرية الوكالة والتي تنص على انه في حالة ضعف أداء المسيرين فإنه يتم معاقبتهم حتى يتم تحسين أدائهم، وعلى هذا الأساس فإن المسيرين حينما يشعرون بعدم رضا الملاك فإنهم سيسهرون على تطوير أدائهم. وقد بين كل من Prevost & Rao أن أي سلوك من قبل المستثمرين المؤسساتيين في محاولة للتغيير سيكون له أثر إيجابي في السوق المالية، إذا يعتبر كإشارة أولية لتحرك السوق في مواجهة ضعف أداء المسيرين أو وجود مشاكل تربطهم مع المساهمين.ولقد بينت الكثير من الدراسات عن التأثير الايجابي لسلوك المستثمرين على المؤسسة، فلقد بين Solh أن في حالة امتلاك المستثمرين المؤسسيين لنسبة معتبرة من رأسمال المؤسسة فإن ذلك سيؤثر إيجابا على سلوك المسيرين طويل الأجل في اختيار الاستثمارات المثلى[18]، ويستعمل المستثمرون المؤسساتيون وسيلتين في التأثير على قرارات المسيرين: إما بالتخلي عن الأوراق المالية وبيعها دفعة واحدة،مما سيكون له الأثر السلبي على قيمتها،أو محاولة القيام بتعديل سياسة المؤسسة

باستعمال سلطتهم وممارسة حقوقهم في التصويت، ومن هنا إصدار إشارات تأخذ إحدى الأشكال التالية:

- المتابعة القضائية للمؤسسة في محاولة إرغامها على ممارسة كامل حقوقهم القانونية؛
- التصويت ضد تعيين طاقم الإدارة في مجلس إدارة المؤسسة؛
- الاستهداف الصريح للمؤسسة.

ويمكن تقسيم استهداف المؤسسة إلى قسمين أساسيين: الاستهداف عن طريق التصويت بالتوكيل Le ciblage par proxy ، ويكون ذلك عن طريق الحصول على أكبر عدد من أصوات المساهمين بالتوكيل، ومحاولة إمرار اقتراح بشأن التغيير في الجمعية العامة. والاستهداف من أجل أداء المؤسسة le ciblage pour performance ويكون ذلك من خلال إعلام الجمهور عن عدم رضا المستثمرين عن أداء المؤسسة[19]. يمر النوع الأول من الاستهداف بعدة مراحل أهمها:

- يقوم المستثمرون المؤسساتيون باختيار المؤسسات التي ستستهدف من المحفظة المشكلة لديهم؛
- يقوم المستثمرون بمحاولة أجراء حوار مع تلك المؤسسة بشأن بعض اقتراحات التغيير؛
- يحرر المستثمرون اقتراحهم بوثيقة رسمية لعرضها على الجمعية العامة السنوية للمساهمين؛
- إذا تم الاتفاق بين المؤسسة والمستثمرين على الاقتراح، فلن يمرر على الجمعية العامة بل يضل سريا، أما إذا تم عرض الاقتراح على الجمعية العامة للمساهمين، فإن المستثمرين سيحاولون مراقبة تنفيذ هذا الاقتراح من قبل المؤسسة.

أما النوع الثاني من الاستهداف، فلا يمر بالمراحل السابقة، وإنما يتم من خلال إعلام الجمهور بضعف أداء المؤسسة، وذلك بإعداد قوائم تبين ترتيب أداء المؤسسات

3. دراسة النموذج الأنجلو سكسوني (حالة الولايات المتحدة الأمريكية)

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية المثال الرائد في هذا النموذج، أين نجد أسواق الأوراق المالية تحتل مكانة هامة في تمويل الاقتصاد وفي التأثير على مختلف السياسات وعلى نظام الحوكمة السائد فيها.

جدول رقم (1): مكانة سوق الأوراق المالية في الو.م.أ

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد المؤسسة المدرجة	4 279	4170	4102	4180	4369	4381
القيمة السوقية (تريليون دولار أمريكي)	17.28	15.64	18.67	24.04	26.33	25.07
نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الإجمالي (%)	115.50	100.79	115.56	144.24	151.78	139.68

المصدر: موقع البنك العالمي20/11/2016 http://data.albankaldawli.org/indicator

يبين الجدول أعلاها، الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد الأمريكي ، حيث عدد المؤسسات بلغ مستويات كبيرة أكثر من 4000 مؤسسة في مختلف السنوات في الولايات المتحدة ، الأمر الذي يظهر اعتماد المؤسسات على تمويل مشاريعها في الغالب من البورصات، وهو ما يؤكد اعتماد الدول الأنجلو ساسكونية على نموذج اقتصاد السوق المالية.

كما تمثل القيمة السوقية الإجمالية للمؤسسات الأمريكية في سنة 2015 ما يزيد عن 25 مليار دولار بنسبة 139.68 % من الناتج الداخلي الإجمالي أي تقريبا الضعف والنصف،

وهذه المكانة لسوق الأوراق المالية جعلت منه آلية هامة في مراقبة المؤسسات في تلك الدولة فهو بمثابة جوهر وقلب نظام الحوكمة فيها.

نجد في الولايات المتحدة الأمريكية أهم القوانين التي تحكم حوكمة المؤسسات:

- قواعد الإدراج في بورصة نيويورك النهائي (2003) Final NYSE Listing Rules؛
- قواعد الإدراج في بورصة ناسداك النهائي (2003) Final NASDAQ Listing Rules ؛
- قانون ساربانيس اوكسلي (2002) The Sarbanes-Oxley Act ؛
- مبادئ حوكمة الشركات- اجتماع المائدة المستديرة Principles of Corporate Governance – The Business Round Table (2002)
- مبادئ حوكمة الشركات : تحليل وتوجيهات -- معهد القانون الأمريكي Principles of Corporate Governance : Analysis & Recommandations – American Law Institute (2002)
- مبادئ حوكمة الشركات لصندوق التقاعد كالبيرز CalPERs Global Corporate Governance Principles (1999) ؛

وبالنظر لهذا القوانين والمبادئ نجد أهم خصائص نظام حوكمة المؤسسات ما يلي[20]:

- 75% من المؤسسات المدرجة في S&P 500 في عام 2004 لا يتم فيها الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة و الرئيس التنفيذي للمؤسسة.
- تتكون مجالس إدارة الشركات المدرجة في الغالب من أعضاء مستقلين؛
- كثير من المؤسسات المدرجة أصبحت بشكل متزايد تعتمد على تعيين مسؤول عن الحوكمة 'Chief Governance Officer' CGO ، والذي هو بمثابة واجهة وحلقة وصل مع جميع أصحاب المصلحة، وبين مجلس الإدارة واللجان المتخصصة، وبين المساهمين. ومسؤوليته تتمثل في تحديد المخاطر المتصلة بالحوكمة في المؤسسة.
- يتم تعيين المديرين بناءا على توصية من لجنة التعيينات أو "لجنة حوكمة المؤسسات".
- لا توجد لوائح رسمية تحد من عدد العهدات التي يشغلها المدير.
- يوصي مؤتمر مجالس الإدارة منذ عام 2003 لجنة التعويضات بتحديد بدقة الجزء المتغير والثابت من أجر المدير التنفيذي الأول.
- تخضع مجالس الإدارة لتقييم ذاتي سنوي تفرضه بورصة نيويورك. وينبغي أن تكون آليات التقييم مكشف عنها علنا مع مبادئ حوكمة المؤسسات التي تطبقها المؤسسة.
- يجب على جميع المؤسسات المدرجة، ومنذ بدء تنفيذ قانون ساربينز أوكسلي، أن تتألف لجنة المراجعة فيها كلية من أعضاء مستقلين.
- يتم احترام حقوق المساهمين أساسا من خلال مطالبات صناديق المعاشات التقاعدية التي تعتبر في الولايات المتحدة الأمريكية صوت المساهم.
- في الولايات المتحدة؛ مسؤولية المسيرين، وخصوصا تلك التي تؤثر على المدراء التنفيذيين وأعضاء المجلس بشأن حوكمة الشركات، تتم أساسا من قبل وسيط لإجراء يعرف باسم "class action". هذا الإجراء يسمح للأقلية من المساهمين من التجمع، لأجل طلب الحق في التعويض لجميع المساهمين بسبب تصرفات المسيرين التي يحتمل أن تضر بهم.
- يتم تقييم حوكمة المؤسسات على الجوانب الشكلية البحتة (الامتثال للقوانين والأنظمة) فقط دون تقييم عمل المؤسسات الفعلي وأداؤها. وهو ما يؤدي إلى ظهور خطر للحوكمة يتمثل في نموذج يعتمد على الشكل دون الجوهر، الأمر الذي يشجع المؤسسات التي تمتثل للقوانين والأنظمة دون الأخرى.

ومن خلال ما سبق يمكن القول، أنه في النظام الأنجلو سكسوني، تلعب فيه أسواق الأوراق المالية دورا هاما في التأثير على نظام الحوكمة من خلال النقاط التالية:

- توفر أسواق الأوراق المالية آليات خارجية مهمة لرقابة المؤسسات، منها خاصة العرض العمومي للشراء OPA الذي أصبح من بين الأدوات المهمة المستعملة في تأديب المسيرين ومعاقبة المؤسسات ضعيفة الأداء؛
- تتميز الأسواق في هذا النموذج بالتقدم والكفاءة، مما يجعل لأسعار الأوراق المالية دورا مهما في الحكم على أداء المسيرين والمؤسسات بصفة عامة، الأمر الذي يجر بهذه الأخيرة ان تكون قراراتها تصب في مصلحة المستثمرين؛
- تعتبر البورصات في هذه الدول من بين أول البورصات التي سعت لوضع معايير وقواعد ومبادئ تهدف إلى وضع إطار واضح ينظم العلاقات والإدارة فيها، ويحدد الحقوق والواجبات والمسؤوليات بما يحقق أهداف المؤسسة وغاياتها ويحفظ حقوق الأطراف ذوي المصالح المرتبطة به، ويكون ذلك إما بإلزام المؤسسات أو إرشادها (عادة ما يطبق في هذا الصدد مبدأ "الالتزام أو تفسير عدم الالتزام") على تعزيز الممارسات السليمة للحوكمة؛

4. دراسة تجارب بعض الدول العربية:

تحتل الاقتصاديات العربية مركزا مؤثرا نتيجة التغيرات التي عرفها الاقتصاد العالمي، والتي انعكست بدورها عليها، ولعل من أهم تلك التغيرات: التقدم في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، رفع القيود على حركة رأس المال، تعويم أسعار صرف العملات الرئيسية، خلق أدوات مالية جديدة، تحرير الأجهزة المصرفية والمالية من القيود التشريعية وزيادة دور القطاع الخاص من خلال تحويل ملكية عدد من المؤسسات العمومية العامة إلى القطاع الخاص. ولقد أثرت تلك التغيرات كثيرا على أسواق الأوراق المالية، التي عرفت هي الأخرى إصلاحات عميقة، خاصة في سبيل إرساء نظام سليم للحوكمة.

4-1: نظرة عامة عن أداء بعض أسواق الأوراق المالية العربية

يظهر من خلال البيانات المتحصل عليها من صندوق النقد العربي حول أداء البورصات العربية منفردة ومجتمعة أن السوق المالية السعودية هي تحتل المركز الأول في ترتيب الأسواق بالنظر للقيمة السوقية والتي بلغت خلال السنوات الثلاثة 373.42، 467.43،483.44 مليار دولار أمريكي، تليها بورصة قطر ثم سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وبالنظر لنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، نجد في المركز الأول بورصة قطر بـ 87.7% سنة 2014 ثم بورصة عمان بـ 69.8% ثم سوق البحرين للأوراق المالية بنسبة 65%. وبالنظر لعدد الشركات

المدرجة نجد بورصة عمان في المركز الأول بـ 236 مؤسسة سنة 2014، فسوق الكويت للأوراق المالية ب 207 مؤسسة ثم السوق المالية السعودية بـ 169 مؤسسة.

وهذا ما يظهره الجدول الموالي:

جدول رقم (02): أداء أسواق الأوراق المالية العربية 2012-2014

السوق		2012	2013	2014
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	القيمة السوقية (مليار دولار)	77.65	116.90	110.44
	القيمة السقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%22.9	%29.1	%26.5
	عدد الشركات المدرجة	66	66	67
بورصة عمان	القيمة السوقية (مليار دولار)	27.00	25.77	25.50
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%93.5	%76.6	%69.8
	عدد الشركات المدرجة	243	240	236
سوق البحرين للأوراق المالية	القيمة السوقية (مليار دولار)	15.54	18.46	22.09
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%60.2	%56.4	%65.0
	عدد الشركات المدرجة	47	47	47
سوق الأسهم السعودي	القيمة السوقية (مليار دولار)	373.42	467.43	483.44
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%55.8	%62.7	%62.1
	عدد الشركات المدرجة	158	163	169
سوق دمشق للأوراق المالية	القيمة السوقية (مليار دولار)	1.04	0.96	0.77
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	1.7	2.8	-
	عدد الشركات المدرجة	22	22	22
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	القيمة السوقية (مليار دولار)	52.61	54.50	54.47
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%64.2	%49.9	%53.2
	عدد الشركات المدرجة	77	75	77
بورصة الأوراق المالية بتونس	القيمة السوقية (مليار دولار)	8.87	8.59	9.28
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%19.1	%18.2	%20.8
	عدد الشركات المدرجة	59	65	72

سوق دبي المالي	القيمة السوقية (مليار دولار)	49.52	70.69	87.86
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%14.6	%17.6	%21.1
	عدد الشركات المدرجة	57	55	59
سوق فلسطين للأوراق المالية	القيمة السوقية (مليار دولار)	3.25	3.25	3.19
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%32.4	%26.7	%26.7
	عدد الشركات المدرجة	48	49	49
سوق مسقط للأوراق المالية	القيمة السوقية (مليار دولار)	30.30	36.80	37.82
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%41.7	%46.2	%47.0
	عدد الشركات المدرجة	117	118	131
بورصة قطر	القيمة السوقية (مليار دولار)	126.30	152.60	185.83
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%72.8	%75.4	%87.7
	عدد الشركات المدرجة	42	42	43
بورصة بيروت	القيمة السوقية (مليار دولار)	10.55	10.42	11.22
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%26.0	%23.4	%23.5
	عدد الشركات المدرجة	10	10	10
البورصة المصرية	القيمة السوقية (مليار دولار)	61.62	61.96	69.93
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	%26.2	%22.8	%25.1
	عدد الشركات المدرجة	77	75	77
الإجمالي	القيمة السوقية (مليار دولار)	**940.49**	**1137.70**	**1202.89**
	عدد الشركات المدرجة	**1358**	**1360**	**1405**

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنوات 2015، 2014، 2013.

لكن بمقارنة أداء الأسواق مجتمعة مع أداء السوق الأمريكية، نلاحظ ما يلي: بلغت القيمة السوقية للأسواق العربية مجتمعة 1202.89 مليار دولا ر أمريكي أي حوالي 1.2 تريليون دولار أمريكي، وبلغت بالقيمة السوقية في السوق الأمريكية 26.33 تريليون دولار أمريكي أي أكثر ب 20

مرة وهو يدل على ضعف مساهمة الأسواق المالية العربية، وكذلك بالنسبة لعدد الشركات المدرجة، نجد في الأسواق العربية 1405 شركة سنة 2014 ويوجد 4369 شركة في السوق الأمريكية. وهو ما يجعلنا نحكم أن الدول العربية مازلت بعيدة كل البعد عن نموذج تمويل الاقتصاد عن طريق السوق المالية.

2-4. دور أسواق الأوراق المالية العربية في نظام الحوكمة:

سارعت العديد من الأسواق المالية العربية تدارك التأخر بشأن تطبيق حوكمة المؤسسات، وقامت كثير منها بإصدار قواعد ومبادئ للحوكمة تفرضها أو ترشد بها المؤسسات المقيدة على إتباعها من اجل الوصول إلى الثقة المرجوة لدى المستثمرين وكل مكونات الاقتصاد.

نحاول عرض جانب من تجارب الأسواق العربية في وضع وصياغة تلك القواعد:

1-2-4. تجربة الأردن:

تعتبر تجربة بورصة عمان رائدة من خلال دورها في تعزيز حوكمة المؤسسات، فبعدما تم فصل ادوار السوق إلى دورين تنفيذي ورقابيي وذلك بإنشاء بورصة عمان عام 1997 لتقوم بدورها التنفيذي وكذلك بإنشاء مركز إيداع الأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية لتقوما بدورهما الرقابي أيضا، وقد انتهت هيئة الأوراق المالية الأردنية في سنة 2008 من إعداد دليل حوكمة الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان والذي يركز على أهمية موضوع حوكمة المؤسسات من خلال تقديم وتوضيح وشرح بعض التعريفات الخاصة بالنظام الداخلي للشركات وكذلك تضمن المشروع وضع العديد من القوانين والتشريعات التي تنظم وتبين مفهوم الحاكمية فيما يتعلق بمبادئ الحوكمة الخمسة وهي مجلس الإدارة والمعاملة المتكافئة للمتعاملين ، الأطراف ذات العلاقة، والإفصاح والشفافية وحقوق المساهمون، إضافة إلى تنظيم مهام الرقابة الداخلية والتدقيق الخارجي. وشمل هذا الدليل على خمس أبواب على النحو التالي:*

الباب الأول: تعاريف؛

الباب الثاني: مجلس إدارة الشركة المساهمة، وتناول النقاط التالية: - مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة، - اللجان التي يشكلها مجلس الإدارة، - اجتماعات مجلس الإدارة؛

الباب الثالث: اجتماعات الهيئة العامة؛

الباب الرابع: حقوق المساهمين، وشمل النقاط التالية: - الحقوق العامة ، - الحقوق ضمن صلاحيات الهيئة العامة؛

* يمكن الرجوع للدليل من الموقع:

http://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/corporate_governance_companies.pdf

الباب الخامس: الإفصاح والشفافية، وشمل: - لجنة التدقيق، - مهام لجنة التدقيق، - صلاحيات لجنة التدقيق، - مدقق الحسابات الخارجي.

ويضع هذا الدليل إطارا متقدما واضحا ينظم الحقوق والواجبات والمسؤوليات والعلاقات في المؤسسات المدرجة بما يحقق أهدافها ويحفظ حقوق أصحاب المصلحة.

فلقد وضعت هيئة الأوراق المالية الأردنية هذا الدليل لترسيخ القواعد التشريعية وإرساء قواعد حمائية جديدة، وبالتالي المساهمة في تعزيز حماية المستثمرين وزيادة الثقة في سوق الأوراق المالية والمناخ الاستثماري المبني على قواعد ومعايير دولية.

2-2-4. التجربة المصرية:

نجحت السوق المصرية في تحقيق تقدم في مجال الإصلاح الاقتصادي، وتحسين مناخ الاستثمار، وجذب المزيد من الاستثمارات المحلية والعربية والأجنبية. وتتخذ الحكومة إجراءات وخطوات تهدف إلي زيادة النمو الاقتصادي وتعزيز ثقة المستثمرين في مناخ الاستثمار في مصر، ولعل من أهم تلك الإجراءات هو العمل علي تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات المصرية. لذلك قامت الهيئة العامة للاستثمار أكتوبر 2005 بإصدار دليل حوكمة المؤسسات الخاصة المقيدة في البورصة، ويمثل الدليل الإطار العام لمبادئ حوكمة المؤسسات في مصر، حيث تضمن مجموعة هامة من القواعد التي من شأنها زيادة فعالية مجالس إدارة الشركات، وضمان حقوق المساهمين، والمتعاملين مع الشركات، ويتطرق هذا الدليل إلى النقاط التالية:* نطاق تطبيق قواعد حوكمة المؤسسات، الجمعية العامة، مجلس الإدارة، إدارة المراجعة الداخلية، مراقب الحسابات، لجنة المراجعة، الإفصاح عن السياسات الاجتماعية، قواعد تجنب تعارض المصالح، قواعد الحوكمة بالنسبة للمؤسسات الأخرى.

كما قامت الهيئة العامة لسوق المال في سنة 2007 كذلك بالتنسيق مع المؤسسات العامة في السوق بوضع دليل عملي لتطبيق حوكمة المؤسسات سمي " دليل تطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة "، بحث يعد هذا الدليل جزءا مكملا للقواعد التنفيذية للحوكمة ولأعضاء مجالس الإدارة والمراجعين الداخليين والمراجعين الخارجيين، حيث يمكن الرجوع لهذا الدليل لمعرفة دور واختصاصات كل منهم.

* يمكن الرجوع لهذا الدليل من الموقع:

http://www.cipe.org/regional/menacg/pdf/Egypt%20CG%20Code%20Final%20-%20Arabic.pdf

ويتضمن الدليل ملحقا يشمل على الرقابة الداخلية، والتنظيم التفصيلي كذلك للمراجعة الداخلية، بما في ذلك اختصاصاتها وتشكيلها ونظم العمل فيها.**

3-2-4. تجربة المملكة العربية السعودية:

قامت هيئة السوق المالية بإصدار لائحة حوكمة الشركات السعودية المدرجة بالسوق وهذا ضمن مخطط تطوير السوق المالية في ضوء تعاظم الاهتمام الدولي بمبادئ حوكمة الشركات واعتبارها أهم الآليات التي تقيس مدى انتظام وكفاءة السوق المالية وبالتالي تعزيز هذه السوق وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها. ولقد راعت الهيئة في إعداد اللائحة المبادئ المقرة من المنظمات الدولية، كما تم الاسترشاد بتجارب الدول وما أقرته من قوانين أو قواعد في مجال حوكمة الشركات. وتضم اللائحة النقاط التالية:***

الباب الأول: أحكام تمهيدية؛

الباب الثاني: حقوق المساهمين والجمعية العامة، ويتضمن:- الحقوق العامة للمساهمين،- تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات، - حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة - حقوق التصويت، -حقوق المساهمين في أرباح الأسهم .

الباب الثالث: الإفصاح والشفافية: ويتضمن: - السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، - الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.

الباب الرابع: مجلس الإدارة: ويتضمن: - الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة، - مسؤوليات مجلس الإدارة - تكوين مجلس الإدارة، - لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها، - لجنة المراجعة، - لجنة الترشيحات والمكافآت، - اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال، - مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم -تعارض المصالح في مجلس الإدارة؛

الباب الخامس: أحكام ختامية

لكن بالرغم من هذه الجهود من قبل البورصات العربية الرامية إلى تحسين نظام الحوكمة، إلا أن الواقع يبين أن طريق الحوكمة الجيدة مازال بعيد المنال بالنسبة للأسواق العربية، فمثلا في دراسة للمعهد العربي للتخطيط، ظهر أن أسواق الأوراق المالية العربية مازالت بحاجة إلى تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، خصوصاً تلك المتعلقة بحوكمة الشركات من جهة ، ومن جهة أخرى يظهر أن معظم المؤسسات خصوصاً المصارف في الدول العربية، لا يطبق معايير حوكمة المؤسسات سواء هيكلياً أو تنظيمياً أو حتى مبدأ الشفافية والوضوح، وهو

** يمكن الرجوع لهذا الدليل في الموقع:

http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/pool_extra_efsa/howkama_02.htm

*** لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع للائحة من الموقع: http://www.sahmy.com/t114714.html

ما تنادي به المعايير الدولية لحوكمة المؤسسات، التي تشدد على التزام الحوكمة الرشيدة، وهيكلة مجلس الإدارة وبيئة الرقابة والشفافية والإفصاح وإجراءاتها، وأسلوب التعامل مع مالكي حصص الأقلية.

وشرحت هذه الدراسة الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق الأسهم العربية، واعتبرت أن أهم الآليات لتوفير الشفافية في أسواق المال عموماً، هي التأكد من فاعلية متطلبات الإدراج وشفافيتها، وقواعد التداول، ومعلومات الأوراق المدرجة في السوق، وتأمين قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة من خلال مركز لإيداع الأوراق المالية، ووضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم، والتأكد من قوة الأوضاع المالية للوسطاء ومتانتها، واتخاذ الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة المالية، ووضع معايير تتناسب مع متطلبات الشفافية في شأن حوكمة المؤسسة المدرجة في أسواق المال، وتوفير التداول الإلكتروني الذي يستوعب أكبر قدر من المعلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق.

واعتبرت الدراسة أن أهم المعوقات التي تقلل من شفافية أسواق الأسهم العربية، يتمثل في غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق المعنية من قبل الحكومة، عن الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة، فضلاً عن غياب الاستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، ما يزيد من تدخل الحكومة ومعاملتها كإحدى وحدات القطاع العام، وغياب الإطار التشريعي أو ضعفه الملزم للمؤسسات المدرجة في الأسواق بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح في شأن معلوماتها في التقارير المالية. (المعهد العربي للتخطيط، 2011).

4-2-4. تجربة الجزائر:

في الجزائر ورغم جمود العمل في بورصة الجزائر، وقلة المؤسسات المدرجة فيها، وضآلة مساهمتها في عملية تمويل الاقتصاد، فإنه على المستوى التشريعي نجد بعض المواد التنظيمية التي تصدره لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB)) والتي لها علاقة بمفاهيم الحوكمة، فمثلا طبقا لأحكام النظام رقم 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996 يتعين على المؤسسة التي تريد الدخول للبورصة أن تقوم بتحرير ونشر مذكرة إعلامية تتضمن العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دارية كذكر معلومات عن: تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه، وضعيته المالية، تطور النشاط، موضوع العملية المقرر إنجازها وخصائصها.

تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر، ويجب أن تقدم البيانات المالية المرافقة للمذكرة الإعلامية معلومات دقيقة على الوضعية المالية والمحاسبية للمؤسسة، وبصفة خاصة

على هيكلها المالي ومردوديتها في مجال التمويل. إضافة إلى المذكرة الإعلامية يقوم المصدر بطبع بيان إعلامي ونشره، ويلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية مقدما المعلومات الأكثر أهمية فيما يخص المصدر والعملية المقرر إنجازها، يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر*. وقد بين النظام رقم 97-03 المؤرخ في 30 نوفمبر 1997 نموذج عن تلك المذكرة الإعلامية، يمكن الرجوع إليها في ذلك النظام.

وكذلك طبقا لأحكام النظام رقم 00-02 المؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعين على المؤسسات ذات القيم المنقولة المسعرة في البورصة أن تودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولدى شركة تسيير بورصة القيم المعلومات الدورية والدائمة، والقيام بنشرها في وسائل الإعلام. وتتضمن المعلومات الدورية الكشوف المالية السنوية والسداسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات حول مدى صحة وقانونية هذه الكشوف. وزيادة على ذلك، فإن المعلومات الدائمة تخص كل معلومة ذات أهمية أو أي حدث ذي تأثير في النشاط أو في الوضعية المالية للمؤسسة.** لكن يلاحظ من خلال التقارير السنوية التي تنشرها cosob تقاعس بعض المؤسسات عن التزامها الإعلامي، وذلك بتأخر تسليم الكشوفات المالية أو أنها تكون غير كافية.

وهناك مرسوم التشريعي رقم 93-10 وتنظيمات cosob والتي تنص على انه من بين شروط الوسيط المالي الاتسام بصفات النزاهة المطلوبة لحماية المدخرين، وهو مرغم باحترام مبادئ العدالة و المساواة اتجاه زبائنه و تسبيق مصالح هؤلاء قبل مصلحته الشخصية، حيث عليه بإتمام أوامر زبائنه على أحسن وجه و بأحسن شروط السوق، لكن ونظرا لمحدودية النشاط والتعامل مع المستثمرين يبقى هذا الالتزام غير ظاهر في أرض الواقع.

وبالرغم من وجود تعليمات وتنظيمات يمكن النظر إليها على أنها جزء مما تنادي به قواعد الحوكمة في مختلف الدول. لكن وجود مبادئ أو قواعد تتعلق أساس بحوكمة المؤسسات، فهذا غائب كلية عن بورصة الجزائر، حتى تضمين شروط دخول المؤسسات للبورصة، ببعض اللوائح التي تتعلق بمجالس الإدارة أو بالمراجعة ونظم الرقابة الداخلية أو حقوق المساهمين ومختلف الأطراف في المؤسسة لم يشر إليها على الإطلاق، وبالتالي نقول أن الوضع الراهن

---

* أنظر التعليمة:

COSOB, Règlement n°96-02 du 06 safar 1417 correspondant au 22 juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organisation faisant appel public a l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières.

** أنظر التعليمة:

COSOB, Règlement n°2000-02 du 14 Choual 1420 correspondant au 20 Janvier 2000 relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.

لبورصة لا يسمح لها أنها تكون آلية فعالة لإلزام المؤسسات على الإفصاح العادل والكامل بمنظور حوكمة المؤسسات.

النتائج والتوصيات:

أفرزت الدراسة بشقيها مجموعة من النتائج، يتمحور أهمها في الآتي:

- لتحقيق نظام جيد لحوكمة المؤسسات، هناك مجموعة من الآليات، الداخلية المتعلقة بالمؤسسة، كمجلس الإدارة، واللجان التابعة له، والمراجعة الداخلية، وجمعية المساهمين... وهناك آليات خارجية أخرى، كالمراجعة الخارجية، والبنوك، وسلطات الضبط، وأسواق العمل... وتعتبر سوق الأوراق المالية في هذا الصدد، أحد الآليات الخارجية الهامة لحوكمة المؤسسات؛
- تؤثر سوق الأوراق المالية مباشرة على نظام حوكمة المؤسسات، من خلال مساهمتها في وضع إرشادات وتوجيهات على شكل قواعد ومبادئ حوكمة المؤسسات، تتعلق بنواحي عديدة، وتتمتع بصفة الإلزامية أو الاختيارية، طبقا لكل سوق، في تطبيقها من قبل المؤسسات المدرجة أو باقي المؤسسات الأخرى، وأغلب هذه المبادئ والقواعد مستمدة من تجارب معروفة كمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، أو مبادئ مؤسسة التمويل الدولية ...؛
- هناك تأثيرات أخرى كذلك نظام حوكمة المؤسسات، من خلال كفاءة سوق الأوراق المالية التي تفرض على المؤسسات الإفصاح التام والكامل لكل المعلومات الضرورية في الوقت المناسب لتنعكس بصدق على أسعار الأوراق المالية، هذه الأسعار تعتبر في حد ذاتها وسيلة تأديبية لسلوك المسيرين، حيث كل سلوك لا يصب في خدمة مصالح الملاك أو مختلف الأطراف سينعكس سلبا على الأسعار، مما يعرض المسيرين إلى خطر الإقالة أو انخفاض شهرته في السوق؛
- يمكن لسوق الأوراق المالية كذلك، أن يكون له تأثير واضح من خلال سلوك التأثير الفعال للمستثمرين المؤسساتيين، الذين يعتبرون قوة ضاغطة على المؤسسات لتوجيهها نحو الأداء الجيد، فيستطيع هؤلاء المستثمرين، من خلال ما يمتلكونه من حصة معتبرة في المؤسسات، أن يمارسوا سلطة وضغط كبير على مسيري المؤسسات في حالة حدوث نتائج سلبية؛
- يتميز نظام الحوكمة في الدول المتقدمة الانجلو-سكسونية كالولايات المتحدة الأمريكية بتشتت هيكل الملكية بين عدد كبير من صغار حملة الأسهم وقوة أسواق العمل

وأسواق الأوراق والاندماج، في مراقبة المؤسسات والمسيرين إذا انحرفوا عن هدف تعظيم ثروة الملاك، وفي ظل هذا النظام تظهر أغلب التأثيرات المدروسة لسوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة، فهو يعتبر نظام موجه بالسوق؛

- بالرغم من التطور النسبي للأسواق المالية العربية، وبالرغم من الإصلاحات التي باشرتها أغلب تلك الدول، إلا أن التأثير على حوكمة المؤسسات مازال ضعيفا، إذ أن اغلب المؤسسات تفتقد لهياكل الحوكمة، على الأقل تلك الموجودة في الدول المتقدمة.

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة، يمكن تلخيص أهم التوصيات التي نعتقد أنها ضرورية ويمكن الاستفادة منها في المجالات المختلفة المرتبطة بموضوع البحث، على النحو التالي:

- تطوير البيئة القانونية المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية العربية، بما يتناسب ومتطلبات حوكمة المؤسسات، وضرورة إصدار ميثاق أو دليل للحوكمة خاص بكل سوق، مع تضمين شروط إدراج المؤسسات الاقتصادية في البورصة لبنود تخص الالتزام باحترام القواعد والمبادئ التي ينص عليها ذالك الميثاق؛
- نشر ثقافة حوكمة المؤسسات بين مختلف المتعاملين في السوق، من إطارات البورصة والوسطاء والمراجعين والمحاسبين وغيرها من الأطراف ذات الصلة؛
- التأكيد على قيام السلطات الوصية بمتابعة كل ما يتعلق بحوكمة المؤسسات، سواء المقيدة بالبورصة، أو المؤسسات العمومية والخاصة الأخرى، خاصة مسألة الإفصاح والشفافية وسوء التسيير واحترام مصالح مختلف الأطراف؛
- ضرورة الاهتمام بتفعيل مختلف الآليات الأخرى للحوكمة، من مجالس الإدارة والرقابة الداخلية والمراجعة بمختلف مكوناتها، وسوق العمل وأسواق التمويل والقوانين المتعلقة بها وهذا لتتكامل مع وظيفة سوق الأوراق المالية الرقابية.

الهوامش:

[1]Martin FAMY & al, beyond governance creating corporate value, through performance, conformance and responsibility, John Wiley & Sons Ltd: England, 2005;P163.

[2]Elain STERNBERG, Corporate governance: accountability in marketplace,2 Ed ,The institute of economic affairs: London,2004,P28

[3]Gérard CHARREAUX, Le gouvernement des entreprises, Economica, Paris, 1997,P11.

[4]Howard GOSPEL & Andrew Pendelton, corporate governance and labour management: An international comparison, on food: New York, 2005, p03.

[5]Organization for Economic Co-operation and development (OCED), corporate governance in Asia: a comparative perspective, 2001.p12.

[6]محمود عبد الملك فخرا وآخرون، " أثر حوكمة شركات المساهمة المدرجة في أسواق الأوراق المالية على درجة الإفصاح عن البيانات المالية والإدارية: دراسة تحليلية"، في مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، ع 1، مارس 2000،ص215.

[7]Roland PEREZ ; La gouvernance de l'entreprise, Édition La découverte: Paris, 2003,p24-25.

[8] محمد عبده مصطفى ، " تأثير بعض آليات حوكمة الشركات على الأداء، دراسة تطبيقية على مصر"، في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مجلد 43، ع 1، مارس 2006،ص333-334.

[9]John TAE LEE; " Structure de propriété, stratégie de diversification et gouvernance des entreprises ", Thèse de doctorat en sciences économique, université Toulouse, 2005, p11-13.

[10]Roland PEREZ, " La gouvernance des entreprises ",2004 , op-cit ,p10-12.

[11] Gunther CAPELLE-BLANCARD & al, Les marchés financiers en fiches, ellipses, Paris : 2004, p61.

[12] Ibid., p62.

[13] مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والمتحولة، مكتب القاهرة ، مارس 2002.ص24.

[14] محمد فهد نادر العجمي، " دور الإفصاح المحاسبي في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية "، مذكرة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، 2006، ص25.

[15] يحيى محمد القضاة، " دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان" ، مذكرة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، 2004، ص32-35.

[16] حسين عبد الجليل آل غزوي، " حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية: دراسة اختباريه على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية"، مذكرة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، الأكاديمية العربية في الدنمرك، كلية الإدارة والاقتصاد، 2010. ص55-69.

[17]Céline DU BOYS," L'activisme des investisseurs institutionnels, est-il un outil efficace? "w.p N655, université de droit, d'économie et des sciences d'Aix Marseille, mars 2003, p15.

[18]Sophie MONTANDRAU, " L'activisme des investisseurs institutionnels, gouvernement d'entreprise et richesse de l'actionnaire ", W.P No 693, Université Paul Cézanne, Juillet 2004 p06.

[19]Fabrice HERVE,"Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noirs du conseil des investisseurs institutionnels?», revue de l'économie financière, No36 (3-2001, p07.

[20]l'Institut Français des Administrateurs, "Pratiques internationales de gouvernance: Une Approche comparative" http://ifa-sso.com/download.php?module=documents &file id=87&fichier nom=document-87.pdf&Name=document.